

TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ TÀI CHÍNH ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN 2021-2025

NGUYỄN BẢO CHÂU¹ - NGUYỄN BẢO QUÂN¹

¹ Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh
Faculty of Accounting and Auditing, Ho Chi Minh City Open University

Ngày nhận bài: 10/8/2026

Ngày sửa bài: 27/8/2026

Ngày duyệt đăng bài: 10/9/2026

Tóm tắt:

Nghiên cứu đánh giá tác động của các nhân tố nội tại đến khả năng sinh lời của 610 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2021-2025 (3.032 quan sát). Áp dụng phương pháp hồi quy PCSE để xử lý phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, kết quả cho thấy, quy mô doanh nghiệp và quản trị vốn lưu động có tác động tích cực đáng kể ($p < 0,01$) đến hiệu quả sinh lời (ROE, EPS). Ngược lại, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản có tác động tiêu cực ở mức ý nghĩa 1%. Hiệu suất sử dụng tài sản có mối quan hệ thuận chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các giải pháp giúp doanh nghiệp tối ưu hóa cấu trúc vốn, quản trị vốn lưu động và kiểm soát rủi ro tài chính.

Từ khóa: khả năng sinh lời, đòn bẩy tài chính, vốn lưu động, quy mô doanh nghiệp

The impact of financial factors on the profitability of listed companies: Empirical evidence from Vietnam during 2021 - 2025

Abstract:

This study examines the effects of firm-specific financial factors on the profitability of 610 listed non-financial companies in Vietnam during the 2021 - 2025 period, comprising 3,032 observations. Panel-Corrected Standard Errors (PCSE) regression is employed to address heteroskedasticity and autocorrelation. The results show that firm size and working capital management have significant positive effects on profitability, as measured by ROE and EPS, at the 1% significance level. In contrast, financial leverage and liquidity have significant negative effects at the 1% level. Asset utilization efficiency has a positive but statistically insignificant relationship with profitability. Based on these findings, the study proposes measures to help firms optimize capital structure, improve working capital management, and control financial risks.

Keywords: profitability, financial leverage, working capital, firm size

1. Đặt vấn đề

Giai đoạn 2021-2025 ghi nhận những biến động lớn của kinh tế toàn cầu và Việt Nam. Trong môi trường "bình thường mới" nhiều rủi ro, khả năng sinh lời không chỉ phản ánh năng lực tồn tại mà còn quyết định sức hút đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết.

Theo lý thuyết Dựa trên nguồn lực và Đánh đổi cấu trúc vốn, hiệu quả hoạt động chịu sự chi phối mạnh mẽ từ các đặc điểm nội tại như quy mô, quản trị vốn lưu động, đòn bẩy tài chính và hiệu suất sử dụng tài sản. Hệ thống thông tin tài chính - kế toán cung cấp dữ liệu định lượng cốt lõi giúp nhận diện và đo lường các yếu tố này, làm cơ sở hoạch định chiến lược quản trị.

Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu trước còn nhiều mâu thuẫn do khác biệt về mẫu và phương pháp ước lượng. Đáng chú ý, phần lớn nghiên cứu trong nước chưa bao quát chu kỳ phục hồi và tái cấu trúc giai đoạn 2021-2025, tạo ra khoảng trống nghiên cứu cần được làm rõ.

Do đó, nghiên cứu "Các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2021 đến 2025" được thực hiện. Bằng các mô hình kinh tế lượng tiên tiến trên dữ liệu bảng, nghiên cứu đánh giá chính xác chiều hướng và mức độ tác động của các nhân tố tài chính, từ đó đóng góp vào hệ thống lý luận và cung cấp hàm ý quản trị thiết thực cho nhà quản lý và nhà đầu tư.

2. Tổng quan nghiên cứu, cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

Khả năng sinh lời là chủ đề trọng tâm trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp. Các công trình thực nghiệm tập trung vào 2 nhóm nhân tố nội tại chính: (1) Quy mô và năng lực vận hành (quy mô doanh nghiệp, thị phần, chi phí R&D); và (2) Cấu trúc vốn cùng thanh khoản (đòn bẩy tài chính, quản trị vốn lưu động, vòng quay khoản phải thu, ROA). Theo Alarussi và Alhaderi (2018), các mô hình kiểm định đã được áp dụng rộng rãi từ các nền kinh tế phát triển (Bắc Mỹ, châu Âu, châu Úc) đến các thị trường mới nổi (châu Á, châu Phi), tạo nền tảng lý luận vững chắc về mối quan hệ giữa đặc điểm nội tại và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Theo lý thuyết Dựa trên nguồn lực, doanh nghiệp quy mô lớn có lợi thế về chi phí, khả năng tiếp cận vốn giá rẻ và vị thế đàm phán, giúp tối ưu hóa chi phí cố định và gia tăng biên lợi nhuận. Các nghiên cứu của Malik (2011) và Alarussi & Alhaderi (2018) đều khẳng định, quy mô doanh nghiệp tác động tích cực có ý nghĩa thống kê đến các chỉ tiêu sinh lời (ROA, ROE).

Về đòn bẩy tài chính, lý thuyết Trật tự phân hạng và Đánh đổi cấu trúc vốn chỉ ra, nợ vay mang lại lá chắn thuế nhưng làm tăng chi phí lãi vay và rủi ro kiệt quệ tài chính. Khi sử dụng nợ vượt ngưỡng tối ưu, gánh nặng tài chính sẽ bào mòn lợi nhuận. Tác động tiêu cực này được chứng minh nhất quán trong nghiên cứu của Alghusini (2015) và Odusanya và cộng sự (2018).

Hiệu suất sử dụng tài sản phản ánh năng lực quản trị trong việc tạo ra doanh thu từ nguồn lực sẵn có. Vòng quay tài sản cao cho thấy, doanh nghiệp vận hành hiệu quả, giúp tăng doanh thu thuần mà không cần mở rộng tài sản tương ứng. Tác động thuận chiều của hiệu suất tài sản đến khả năng sinh lời đã được củng cố bởi Warrad & Al Omari (2015), và Thu Hiền & Nhật Hà (2021).

Quản trị thanh khoản đòi hỏi sự đánh đổi giữa an toàn tài chính và khả năng sinh lời. Nắm giữ nhiều tài sản thanh khoản giúp giảm rủi ro vỡ nợ nhưng phát sinh chi phí cơ hội do dòng vốn không được đầu tư vào các dự án sinh lời cao hơn. Dù vậy, các nghiên cứu của Mohd Zaid và cộng sự (2014) cho thấy, tính thanh khoản vẫn có đóng góp tích cực vào hiệu quả hoạt động trong môi trường biến động.

Cuối cùng, quản trị vốn lưu động tối ưu đảm bảo nguồn lực cho chu kỳ kinh doanh và giảm thiểu chi phí cơ hội của vốn ứ đọng. Bằng chứng từ Alipour (2011) và Youssef *et al.* (2022) xác nhận quản trị vốn lưu động hiệu quả có mối tương quan thuận chiều rõ rệt với khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Kế thừa nền tảng lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm nêu trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

H1: Quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

H2: Đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

H3: Hiệu suất sử dụng tài sản có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

H4: Tính thanh khoản có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

H5: Quản trị vốn lưu động có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính kiểm toán của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2021-2025. Nhằm đảm bảo tính đồng nhất, nghiên cứu loại trừ nhóm ngành tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán và xử lý các giá trị ngoại lai ở phân vị tới hạn, giúp gia tăng độ tin cậy cho các ước lượng.

Kế thừa Alarussi & Alhaderi (2018), biến phụ thuộc đo lường khả năng sinh lời gồm ROE và EPS. Các biến độc lập bao gồm: quy mô doanh nghiệp (logarit tự nhiên của tổng doanh thu), quản trị vốn lưu động (tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn), hiệu suất hoạt động (vòng quay tổng tài sản), tính thanh khoản (hệ số thanh toán hiện hành) và đòn bẩy tài chính (tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, nợ/tổng tài sản).

Nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy dữ liệu bảng với phương trình tổng quát:

$$PROFIT_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 EFF_{it} + \beta_4 WC_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, $PROFIT_{it}$ đại diện cho khả năng sinh lời (được thay thế lần lượt bằng ROE và EPS) của doanh nghiệp i trong năm t ; α là hằng số chặn; các hệ số từ β_1 đến β_5 là hệ số hồi quy riêng phần đo lường mức độ và chiều hướng tác động của từng biến độc lập. Các biến $SIZE_{it}$, LEV_{it} , EFF_{it} , WC_{it} và LIQ_{it} lần lượt tương ứng với Quy mô doanh nghiệp (Logarit tự nhiên của tổng doanh thu), Đòn bẩy tài chính (Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và Tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản), Hiệu suất sử dụng tài sản (Vòng quay tổng tài sản), Vốn lưu động (Tài sản ngắn hạn trừ đi nợ ngắn hạn) và Tính thanh khoản (Hệ số thanh toán hiện hành). Cuối cùng, ε_{it} là sai số ngẫu nhiên của mô hình. Trong tiến trình phân tích dữ liệu, các thủ tục kiểm định lựa chọn mô hình tối ưu giữa Mô hình bình phương tối thiểu gộp (Pooled OLS), Mô hình tác động cố định (FEM) và Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) sẽ được thực hiện, đi kèm với các kiểm định khắc phục khuyết tật mô hình nhằm đảm bảo kết quả suy diễn thống kê là khách quan và chính xác nhất.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê mô tả đối với các biến nghiên cứu trong mô hình sau khi đã được làm sạch và xử lý các giá trị ngoại lai ở mức 1% và 99%. Với tổng số quan sát đạt được là 3.032 từ 610

doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2021-2025, các dữ liệu đều cho thấy độ tin cậy và sự ổn định cao. Cụ thể, biến phụ thuộc khả năng sinh lời đo lường thông qua tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) có giá trị trung bình là 9,58%, với độ lệch chuẩn là 0,1051; giá trị thấp nhất ghi nhận ở mức -27,01% và cao nhất đạt 45,11%. Đối với nhóm các biến độc lập, quy mô doanh nghiệp (SIZE) có giá trị trung bình là 27,46; đòn bẩy tài chính tính trên tổng tài sản có giá trị trung bình là 44,80%, phản ánh mức sử dụng nợ phổ biến tại các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, hiệu suất sử dụng tài sản, quản trị vốn lưu động và tính thanh khoản lần lượt đạt các mức giá trị trung bình phù hợp với đặc thù vận hành của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn vừa qua.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROE	3.030	0,0958	0,1051	-0,2701	0,4511
EPS	3.034	1.996,83	2.621,41	-3.063,00	14.346,00
SIZE	3.032	27,4614	1,7636	22,5011	32,1155
LEV	3.041	0,4480	0,2207	0,0273	0,8957
EFF	3.039	1.1440	1.3657	0,0093	9,1702
WC	3.041	0,2685	0,2328	-0,2421	0,8450
LIQ	3.041	2,9490	4,1279	0,4239	29,0700

3.2. Kết quả hồi quy

Để đánh giá tác động của các nhân tố đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, nghiên cứu tiến hành ước lượng qua các bước kiểm định kinh tế lượng. Trước tiên, 3 mô hình gồm: Bình phương tối thiểu gộp (Pooled OLS), Tác động cố định (FEM) và Tác động ngẫu nhiên (REM) được thực hiện. Kết quả kiểm định Hausman cho giá trị $\chi^2 = 115,99$ với $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$, qua đó bác bỏ giả thuyết H_0 và khẳng định mô hình Tác động cố định phù hợp hơn mô hình Tác động ngẫu nhiên. Bảng 2 trình bày so sánh kết quả ước lượng ban đầu giữa 3 mô hình này.

Bảng 2. Kết quả ước lượng các mô hình hồi quy Pooled OLS, FEM và REM

Biến nghiên cứu	Mô hình Pooled OLS		Mô hình FE		Mô hình RE	
	ROE	EPS	ROE	EPS	ROE	EPS
SIZE	0,0167*** (0,0012)	479,03*** (28,88)	0,0544*** (0,0040)	1.093,30*** (84,58)	0,0229*** (0,0018)	634,58*** (45,29)
LEV	-0,1*** (0,0112)	-2.550*** (276,49)	-0,0291 (0,0243)	-593,03 (515,45)	-0,071*** (0,0153)	-1.564*** (369,52)
EFF	0,0059*** (0,0014)	69,60** (34,20)	-0,0070 (0,0050)	-69,80 (105,59)	-0,0051 (0,0022)	64,51 (55,09)

WC	0,0430*** (0,0105)	1.649,68*** (260,91)	0,0875*** (0,0188)	2.218,23*** (399,82)	0,0699*** (0,0136)	2.112,15*** (320,07)
LIQ	-0,003*** (0,0006)	-62,26*** (14,18)	-0,0017** (0,0007)	-32,21** (15,17)	-0,002*** (0,0006)	-47,28*** (13,76)
Hằng số	-0,33*** (0,0314)	-10.350*** (779,13)	-1,4*** (0,1030)	-28.178*** (2.203,35)	-0,52*** (0,0473)	-15.229*** (1.200,66)

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Giá trị trong ngoặc đơn () biểu thị sai số chuẩn (Standard Error).

Kết quả kiểm định Modified Wald cho giá trị $\chi^2 = 8,4e+06$ (p -value = 0.0000) cho thấy tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Đồng thời, kiểm định Wooldridge test cho giá trị $F = 62,883$ (p -value = 0.0000), chứng minh mô hình có hiện tượng tự tương quan bậc 1. Nhằm khắc phục triệt để đồng thời cả hai khuyết tật trên, nghiên cứu sử dụng mô hình Sai số chuẩn có hiệu chỉnh mảng (Panel-Corrected Standard Error) với tùy chọn tự tương quan mảng. Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy chính thức từ mô hình PCSE.

Bảng 3. Kết quả hồi quy theo mô hình PCSE

Biến nghiên cứu	Biến phụ thuộc: EPS		Biến phụ thuộc: ROE	
	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn
SIZE	532,0756***	78,1957	0,0211***	0,0024
LEV	-2.175,272***	312,6777	-0,0843***	0,0173
EFF	70,55069	61,87165	0,0034	0,0026
WC	2.060,39***	299,0966	0,0796***	0,0212
LIQ	-57,44245***	10,15752	-0,0028***	0,0006
Hằng số	-11.971,42***	1.967,928	-0,4591***	0,0677
Số quan sát	3.032	3.032		
Hệ số xác định (R^2)	0,3121	0,3069		
Kiểm định tổng thể Wald $\chi^2(5)$	110,55	162,22		
Prob > χ^2	0,0000	0,0000		

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Kiểm định Wald χ^2 ở 2 mô hình (EPS và ROE) đều đạt mức ý nghĩa 1% ($p = 0,000$), khẳng định độ phù hợp tổng thể cao. Hệ số R^2 lần lượt là 0,3121 (mô hình EPS) và 0,3069 (mô hình ROE), cho thấy các biến độc lập giải thích được hơn 30% sự biến thiên về khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Kết quả kiểm định cho thấy sự tác động đa chiều của các nhân tố đến khả năng sinh lời. Cụ thể, quy mô doanh nghiệp và quản trị vốn lưu động có tác động tích cực ở mức ý nghĩa 1%, ủng hộ giả thuyết H1 và H5; khẳng định việc tận dụng lợi thế quy mô cùng việc duy trì cấu trúc vốn lưu động hợp lý giúp tối ưu hóa chi phí và nâng cao hiệu quả tài chính. Ngược lại, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản tác động tiêu cực ở mức ý nghĩa 1%, củng cố giả thuyết H2 nhưng bác bỏ H4; điều này phản ánh lạm dụng nợ vay làm tăng áp lực chi phí lãi vay và rủi ro tài chính, trong khi dư thừa thanh khoản gây ứ đọng vốn và chi phí cơ hội. Cuối cùng, hiệu suất sử dụng tài sản mang hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, chưa đủ cơ sở chấp nhận giả thuyết H3.

4. Kết luận

Nghiên cứu đã tiến hành đánh giá định lượng tác động của các nhân tố đặc điểm doanh nghiệp đến khả năng sinh lời của 610 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn biến động 2021-2025. Thông qua mô hình hồi quy PCSE, kết quả khẳng định vai trò trụ cột của việc mở rộng quy mô doanh thu hợp lý và quản trị vốn lưu động hiệu quả trong việc gia tăng tỷ suất sinh lời ROE và chỉ số EPS. Tối ưu hóa chu kỳ luân chuyển vốn ngắn hạn và khai thác lợi thế quy mô là chìa khóa để cải thiện hiệu quả tài chính. Ngược lại, việc phụ thuộc quá mức vào đòn bẩy tài chính gia tăng áp lực chi phí lãi vay, trong khi nắm giữ lượng tài sản thanh khoản vượt mức cần thiết làm gia tăng chi phí cơ hội, qua đó trực tiếp làm suy giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021). Các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành dệt may trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và quản trị kinh doanh, 16(3), 181-196.

Alarussi, A. S. & Alhaderi, S. M. (2018). Factors affecting profitability in Malaysia. *Journal of Economic Studies*, 45(3), 442-458.

Alghusain, N. A. S. (2015). Do financial leverage, growth and size affect profitability of Jordanian industrial firms listed. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 5(4), 335-348.

Alipour, M. (2011). Working capital management and corporate profitability: evidence from Iran. *World Applied Sciences Journal*, 12(7), 1093-1099.

Malik, H. (2011). Determinants of insurance companies profitability: an analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic Research International*, 1(3), 315-321.

Mohd Zaid, N. A., Wan Ibrahim, W. M. F. & Zulqernain, N. S. (2014). The determinants of profitability: evidence from Malaysian construction companies. *Proceedings of 5th Asia-Pacific Business Research Conference*, Kuala Lumpur, 17-18 February, 1-13.

Odusanya, I. A., Yinusa, O. G. & Ilo, B. M. (2018). Determinants of firm profitability in Nigeria: Evidence from dynamic panel models. *SPOUDAI-Journal of Economics and Business*, 68(1), 43-58.

Warrad, L. & Al Omari, R. (2015). The impact of turnover ratios on Jordanian services sectors' performance. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(2), 77-85.

Youssef, I. S., Salloum, C. và Sayah, M. A. (2022). The determinants of profitability in non-financial UK SMEs. *European Business Review*, 35(5), 652-671.